

На правах  
рукописи  
ББК: 65.290.332-561  
Ш20

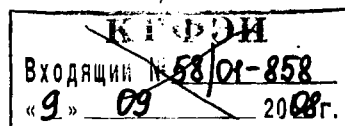
Шаленкова Ольга Кузьминична

# АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА В СДЕЛКАХ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

08.00.12 – Бухгалтерский учет и статистика

Автореферат  
диссертации на соискание ученой  
степени кандидата экономических наук

Москва  
2008



Работа выполнена на кафедре «Экономический анализ и аудит» ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации».

Научный руководитель

кандидат экономических наук, доцент  
Пирожкова Нина Алексеевна

Официальные оппоненты

Игорь Сергеевич  
Машинкова Ольга К.  
«Анализ эффективности  
инвестиционного проекта  
в условиях инфляции  
и помех»  
Содружество  
24.10.08

, профессор  
лексеевич

К, доцент

Ведущая о

«Государственный  
верситет»

Защита  
совета по за  
ФГОУ ВПО «  
по адресу: 12:

а заседании  
1.001.03 при  
Федерации»  
ия 213.

С диссе  
«Финансовая  
125993, г. Мос

ОУ ВПО  
по адресу:

сай  
Фе

Учс  
к.э.

Содружество - 24.10.08

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000715269

Копия пред. выдачи

КОНТРОЛЬНЫЙ ЛИСТОК  
СРОКОВ ВОЗВРАТА  
КНИГА ДОЛЖНА БЫТЬ  
ВОЗВРАЩЕНА НЕ ПОЗЖЕ  
УКАЗАННОГО ЗДЕСЬ СРОКА

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

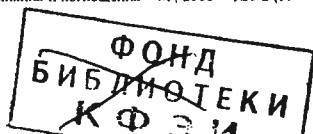
*Актуальность темы диссертационного исследования.* Одной из важнейших тенденций развития мировой экономики за последние 100 лет является формирование глобального рынка слияний и поглощений. Складываясь первоначально как национальный рынок корпоративного контроля США, он постепенно расширился и в настоящее время охватывает многие развитые и развивающиеся страны. Исследования, посвященные анализу динамики рынка, отмечают его постоянный рост. Так, по итогам 2007 года зафиксированы рекордные показатели мирового рынка слияний и поглощений: заключено 35 636 сделок на сумму 4 743 млрд.долл. Значительный вклад в этот рост внесла Россия, заняв пятое место в мире по стоимости сделок и второе – по темпам роста. Отечественный рынок слияний и поглощений достиг максимальных за всю историю исследований показателей: совершено 486 сделок на сумму 125 млрд.долл. Доля сделок в ВВП страны составила 9,7%<sup>1</sup>, что соответствует среднемировому уровню для развивающихся стран.

Современная динамично развивающаяся экономическая среда создает достаточно жесткие условия функционирования для ее участников. Сохранять и укреплять свои конкурентные позиции способны только те компании, руководство которых постоянно заботится о качественном и количественном росте, разрабатывая эффективные бизнес-стратегии, для реализации которых внутреннего потенциала может быть недостаточно. Когда внутренние резервы увеличения эффективности деятельности исчерпаны, необходимым условием обеспечения непрерывности жизненного цикла предприятия становится внешнее развитие, реализуемое посредством стратегических слияний и поглощений.

Слияния и поглощения являются высокорисковым, дорогостоящим и вместе с тем высокодоходным видом инвестиционного проекта, потенциал которого может быть реализован только при тщательной подготовке, планировании сделки, анализе и обосновании ее эффективности.

По данным исследования, проведенного компанией McKinsey, в большинстве случаев инициаторам интеграционных процессов не удастся реализовать заложенный в них потенциал, и доля неудачных сделок, в результате которых происходит

<sup>1</sup> Зайков А. Рекордные итоги 2007 года на рынке M&A: 12 тренд-маркеров. / Слияния и поглощения – М., 2008 – №1-2 (59-60) – С. 10



разрушение стоимости бизнеса, составляет около 70%.<sup>2</sup> Одной из причин такого результата, характерной, прежде всего, для России, является отсутствие при совершении слияний и поглощений должного обоснования их эффективности. Интеграционные сделки не всегда имеют в своей основе экономические мотивы, а могут проводиться для получения доступа к административным ресурсам, удовлетворения личных амбиций руководителей и, наконец, как дань моде на всеобщее укрупнение бизнеса. Именно эти факты можно отнести к причинам высокого процента финансовых неудач при реализации слияний и поглощений.

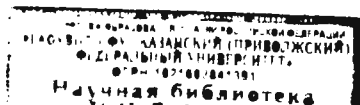
Основу экономических соображений, оказывающих существенное влияние на принятие инвестиционного решения при стратегических слияниях и поглощениях, формируют четкие представления о наличии и возможности реализации потенциала по наращиванию стоимости бизнеса участников сделки в процессе их совместной деятельности в составе объединенного субъекта хозяйствования. Высокая степень неопределенности, свойственная результатам анализа ожидаемых последствий от интеграции бизнесов, рождает мнение о несостоятельности существующего аналитического инструментария для прогнозирования синергетического эффекта. Критическое отношение к классическим подходам, приемам и методам инвестиционного анализа не должно приводить к полному отказу от их использования, а, напротив, должно способствовать их совершенствованию и дополнению.

Необходимость совершенствования методологии и методических приемов анализа инвестиционных проектов при стратегических слияниях и поглощениях для повышения эффективности интеграционных сделок в условиях их усложнения и удорожания определила актуальность, цели и задачи диссертационного исследования.

***Разработанность темы диссертационного исследования.*** Проблема анализа эффективности слияний и поглощений требует всестороннего исследования теоретических положений и систематизации накопленного практического зарубежного и российского опыта проведения интеграционных сделок.

Вопросы анализа эффективности инвестиционных проектов с той или иной степенью детализации рассматривались в работах российских и зарубежных специалистов: Ковалева В.В., Липсица И.В., Фельдмана А.Б., Четыркина Е.М.,

<sup>2</sup> Газин Г. Наука поглощений // Г. Газин, Д. Мананов // Вестник McKinsey. – 2003. – № 2 (4) // <http://www.mckinsey.com>



Александера Г., Брейли Р., Бригхема Ю., Бэйли Дж., Ван Хорна Дж., Гапенски Л., Гитмана Л. Дж., Джонка М.Д., Майерса С., Перара Ж., Пратта Ш., Шарпа У.

Анализом возможных экономических последствий сделок слияний и поглощений, направленным на прогнозирование их результатов и повышение эффективности, занимались Владимирова И.Г., Гвардин С.В., Никонова И.А., Рудык Н.Б., Семенкова Е.В., Чекун И.Н., Брег С., Бишоп Д., Галпин Т., Гохан П., Депамфилис Д., Коллер Т., Коупленд Т., Лажу А., Муррин Дж., Портер М., Рид С., Хэндон М., Эванс Ф.

Значительный вклад в исследование практики слияний и поглощений, изучение их последствий, причин неудачного исхода и разработку методов проведения и приемов анализа ожидаемых результатов интеграционных сделок внесли сотрудники международных консалтинговых и аудиторских компаний Deloitte, Ernst and Young, KPMG, McKinsey, PricewaterhouseCoopers.

Несмотря на наличие большого количества работ, посвященных отдельным вопросам анализа эффективности сделок слияний и поглощений, направление, выбранное в качестве темы диссертации, можно считать недостаточно разработанным.

Изучение проведенных исследований в области слияний и поглощений показало, что наибольшее внимание уделялось интеграционным процессам, осуществляемым в банковской сфере. Сделки, осуществляемые в реальном секторе экономики и обладающие серьезной спецификой, остаются недостаточно изученными.

Во многих работах сделки слияний и поглощений рассматривались отдельно от общей стратегии развития бизнеса, что ограничило возможность формирования комплексного аналитического инструментария обоснования эффективности слияний и поглощений как способа достижения стратегических ориентиров развития бизнеса.

До сих пор не разработана методика анализа стратегических слияний и поглощений, подразумевающих долгосрочное совместное функционирование бизнесов и извлечение экономических выгод от их успешной интеграции. При рассмотрении вопросов анализа синергетических эффектов большее внимание уделялось операционной синергии, в то время как источники инвестиционной синергии остаются недостаточно изученными.

В работах, посвященных изучению ожидаемых преимуществ от совместной деятельности участников интеграционных сделок, в большей степени рассматривалась качественная сторона эффекта, в то время как количественный анализ их влияния на будущие денежные потоки объединенной компании остается недостаточно изученным. К числу ключевых относится проблема измерения синергетических эффектов в стратегических слияниях и поглощениях, для анализа которых невозможно использовать реакцию финансовых рынков, не обладающих достаточной информацией для адекватной оценки стоимости бизнеса.

Указанная проблема усугубляется тем, что результатам прогнозирования ожидаемых последствий от интеграции присуща некоторая степень неопределенности, заставляющая поднимать вопрос о назначении центров ответственности в отношении выявленных синергий, который до сих пор не был поставлен и решен специалистами в области слияний и поглощений.

*Цель диссертационного исследования* состоит в решении научной задачи разработки методического подхода к обоснованию эффективности планируемых стратегических слияний и поглощений, учитывающего влияние системы внешних и внутренних факторов для принятия взвешенного инвестиционного решения, обеспечивающего наращивание стоимости бизнеса.

Для реализации указанной цели были поставлены следующие задачи:

- определить предпосылки формирования и развития мирового и российского рынка слияний и поглощений;
- проанализировать динамику мирового и российского рынка корпоративного контроля для выявления основных качественных и количественных тенденций развития интеграционных сделок;
- выявить ключевые показатели, оказывающие существенное влияние на принятие инвестиционного решения в процессе подготовки и планирования стратегических слияний и поглощений;
- сформировать систему критериев обоснования эффективности интеграционных сделок как способа реализации стратегии;
- обосновать сильные и слабые стороны слияний и поглощений путем их сравнительного анализа с другими способами реализации стратегии развития бизнеса;

- проанализировать мотивационную составляющую различных видов интеграции;
- изучить российские и зарубежные модели проведения слияний и поглощений, определить и охарактеризовать основные этапы стратегических интеграционных сделок, обосновать их необходимость для эффективной реализации инвестиционного проекта;
- на основе сравнительного анализа используемых в российской и зарубежной практике методов оценки стоимости и эффективности инвестиционных проектов, выявить и предложить наиболее рациональные для осуществления комплексного анализа и оценки стоимости, создаваемой при стратегических слияниях и поглощениях;
- разработать методический аппарат анализа синергетического эффекта, необходимый для получения надежной качественной и количественной оценки потенциальных преимуществ от реализации слияний и поглощений.

*Предметом диссертационного исследования* является методический инструментарий комплексного анализа стратегических слияний и поглощений, направленных на достижение синергетических эффектов от интеграции бизнесов.

*Объектом диссертационного исследования* является система методик анализа и оценки эффективности инвестиционных проектов в сделках слияний и поглощений.

*Методологическую и теоретическую основу исследования* составили современные труды отечественных и зарубежных ученых-экономистов, разработки специалистов международных консалтинговых и аудиторских компаний, законодательные акты, регулирующие процесс реорганизации бизнеса, бизнес-планирования, бухгалтерского учета и аудита, статистические данные обзоров мирового и российского рынка слияний и поглощений.

В основу методологии исследования положена современная теория корпоративных финансов и анализа инвестиционных проектов. В процессе исследования применялись общенаучные методы познания: наблюдение, обобщение, сравнение, дедукция и индукция. При разработке схемы принятия инвестиционных решений использовались общелогические методы: анализ, синтез, абстрагирование, системный и структурно-функциональный. Применение метода моделирования

позволило представить полученные в ходе исследования результаты в виде таблиц, схем, формул, систем уравнений.

Диссертационное исследование выполнено в соответствии с п.1.12 «Инвестиционный, финансовый и управленческий анализ» и п.1.16 «Анализ и прогнозирование финансового состояния организаций» Паспорта специальности ВАК по специальности 08.00.12 – «Бухгалтерский учет и статистика».

*Научная новизна диссертационного исследования* состоит в разработке методического инструментария анализа эффективности стратегических слияний и поглощений.

Новизна содержится в следующих положениях исследования:

1. Определен комплекс экономических, правовых и политических предпосылок, оказавших существенное влияние на формирование и развитие российского рынка слияний и поглощений.

2. Разработан механизм принятия предварительного инвестиционного решения, основанного на системе критериев обоснования эффективности слияний и поглощений как способа реализации стратегии. В систему критериев входит:

- возможность получения экономических выгод от слияний и поглощений в существующих и прогнозируемых условиях внешней и внутренней среды интеграционных сделок;

- преимущества слияний и поглощений по достижению целевых ориентиров развития бизнеса в сравнении с альтернативными способами реализации стратегии;

- соответствие потенциала интеграционных сделок качественным ориентирам развития бизнеса.

3. В качестве ключевого фактора, влияющего на принятие предварительного решения об эффективности слияния и поглощения, определена мотивационная составляющая, зависящая от вида сделки и интегрируемых стадий воспроизводственного процесса.

4. Предложена универсальная поэтапная методика обоснования эффективности слияний и поглощений, аналитический инструментарий которой учитывает информационные возможности и потребности инициатора интеграционной



сделки на разных стадиях ее планирования в условиях российского рынка корпоративного контроля.

5. Разработана методика анализа синергетического эффекта как ключевого фактора, влияющего на принятие окончательного инвестиционного решения инициаторами стратегических слияний и поглощений, в рамках которой:

- дана классификация видов синергии в зависимости от направлений деятельности компании: операционная, инвестиционная и финансовая;
- конкретизированы источники инвестиционной синергии (благоприятное влияние временного фактора на будущие денежные потоки, сокращение инвестиций в основные средства, научные исследования и разработки за счет использования эффекта масштаба, распродажа дублирующих активов);
- выявлены потенциальные преимущества от совместной деятельности участников интеграционной сделки, приводящие к возникновению операционной и инвестиционной синергии,
- учтены расходы, сопровождающие реализацию преимуществ от совместной деятельности;
- предусмотрена процедура закрепления выявленных синергий за конкретными центрами ответственности, повышающая надежность прогнозных оценок;
- предложен вариант составления прогнозного бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках, основанный на специализированных методах прогнозирования, для применения которых в отношении денежных средств, кредиторской и дебиторской задолженности, краткосрочных, долгосрочных заемных средств и процентов по ним введен ряд обоснованных допущений;
- разработана модель расчета свободного денежного потока, использующая данные прогнозного бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках.

***Теоретическая значимость результатов исследования.*** Результаты исследования вносят существенный вклад в совершенствование методологии инвестиционного анализа в сделках слияний и поглощений.

Предложения и выводы, содержащиеся в диссертационном исследовании, позволяют восполнить недостаток практического опыта проведения эффективных интеграционных сделок на российском рынке корпоративного контроля. Обобщенная

мировая теория и практика инвестиционного анализа была положена в основу процедуры обоснования эффективности слияний и поглощений, которая представляет собой идеальную универсальную модель подготовки и планирования этих сделок. Она предусматривает привлечение всей существующей информации об интеграционной сделке, ее участниках, внешней среде их функционирования, опирается на обширный аналитический инструментарий и позволяет принять аргументированное и надежное инвестиционное решение, потенциальные возможности которого согласованы со стратегическими ориентирами развития бизнеса.

*Практическая значимость результатов исследования* состоит в том, что предложенные в его рамках методики ориентированы на широкое применение при обосновании инвестиционного решения в сделках слияний и поглощений.

Результаты исследования могут использоваться стратегическими инвесторами, иницирующими покупку бизнеса, экспертами консалтинговых компаний, сопровождающих сделки слияния и поглощения, а также руководителями и работниками различных структурных подразделений предприятий, участвующих в сделке.

Поэтапная методика обоснования эффективности инвестиционного проекта в интеграционных сделках была разработана с учетом некоторых ограничений и специфики отечественной экономической среды, что обеспечивает возможность ее использования в российских условиях. Применение поэтапной методики при планировании стратегических слияний и поглощений последовательно формирует окончательное инвестиционное решение, основанное на четком представлении о будущем финансовом положении объединенного предприятия.

Важнейшим аналитическим инструментом поэтапной методики обоснования эффективности слияний и поглощений является разработанная методика анализа синергетического эффекта. Ее практическое применение позволяет выявить источники наращивания стоимости бизнеса и произвести их корректную оценку для стратегического инвестора.

*Внедрение и апробация результатов исследования.* Основные выводы исследования, оформленные в виде поэтапной методики обоснования эффективности слияний и поглощений и методики анализа синергетического эффекта, апробированы

и успешно используются консультантами и менеджерами ООО «Финансовый и стратегический консалтинг» при сопровождении интеграционных сделок.

Материалы диссертации используются кафедрой «Экономический анализ и аудит» ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации» в преподавании учебной дисциплины «Инновационно-инвестиционный анализ».

Диссертация выполнена в рамках научно-исследовательских работ Финакадемии, проводимых в соответствии с Комплексной темой: «Пути развития финансово-экономического сектора России».

Результаты исследования были обсуждены на заседаниях круглого стола «Стратегия инновационного развития российской экономики: финансовые, банковские и валютные аспекты» (17 февраля 2007 г.) и «Российский финансовый рынок: проблемы повышения его конкурентоспособности и роли в инновационном развитии экономики» (9 февраля 2008 г.), проведенных Центром фундаментальных и прикладных исследований Финансовой Академии при Правительстве РФ.

**Публикации.** Основные положения диссертационного исследования нашли отражение в пяти публикациях, общий объем которых составил 3,13 п.л. (все авторские), в том числе две работы общим объемом 1,18 п.л. опубликованы в изданиях, рекомендованных ВАК для публикации результатов научных исследований.

**Структура работы.** Общий объем диссертационного исследования составил 209 страниц и включает в себя введение, три главы, заключение, список литературы и девять приложений.

## ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

В соответствии с целью и задачами исследования в работе рассматриваются три группы проблем:

1. Формирование и развитие мирового и российского рынка слияний и поглощений.
2. Комплекс аналитических приемов обоснования эффективности слияний и поглощений в процессе стратегического управления бизнесом.
3. Методический инструментарий анализа эффективности инвестиционных проектов в сделках слияний и поглощений.

### ***Формирование и развитие мирового и российского рынка слияний и поглощений***

*Мировой рынок слияний и поглощений* стал приобретать черты организованной структуры в конце XIX века. Наибольший вклад в его качественное и количественное развитие внес национальный рынок США, в рамках которого впервые были опробованы многие интеграционные механизмы и процедуры проведения сделок.

Развитию мирового рынка слияний и поглощений способствовало усиление процессов глобализации; ужесточение конкурентной среды; возрастание рисков внешней и внутренней среды предприятий; необходимость постоянного финансирования инноваций; стремление к увеличению рыночной капитализации.

Современный мировой рынок слияний и поглощений характеризуется рядом особенностей:

- происходит усложнение процедуры планирования сделок, возрастает необходимость анализа их эффективности в рамках стратегии развития предприятия;
- растет популярность слияний и поглощений по всему миру, формируется европейский и азиатский рынок корпоративного контроля;
- увеличивается количество транснациональных сделок;
- среди интеграционных сделок преобладают горизонтальные слияния и поглощения;
- вовлекаются новые отрасли на рынок корпоративного контроля.

*Российский рынок слияний и поглощений* начал формироваться в начале 1990-х гг. и является одним из самых «молодых» национальных рынков корпоративного контроля. Его формированию и активному развитию способствовали экономические, политические и правовые предпосылки, в частности:

- экономическая ситуация, вызванная распадом СССР и разрывом хозяйственных связей;
- создание института частной собственности;
- разрушение централизованной системы управления субъектами хозяйствования;
- ужесточение конкуренции на внешнем и внутреннем рынках;
- финансовый кризис 1998 года;
- благоприятная конъюнктура мировых сырьевых рынков;
- стремление к увеличению рыночной капитализации;
- совершенствование законодательства в области реорганизации бизнеса;
- либерализация антимонопольного регулирования.

Анализ динамики российского рынка корпоративного контроля позволил сделать выводы о его *количественном и качественном росте*.

Таблица 1

Динамика российского рынка слияний и поглощений в 2001-2007 гг.

Показатель	Годы						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Общая стоимость сделок (млрд.долл)	6	7,4	19,3	22,9	32,5	42,3	124,6
Количество сделок	237	286	180	238	273	344	486
Средняя стоимость сделки (млн.долл)	25,3	25,9	107,5	96,1	119,0	122,9	256,5
Доля транснациональных сделок в общем объеме рынка (%)	17	н/д	н/д	13,2	23,5	35,4	22,17
Доля сделок в ВВП России (%)	0,9	2	4,5	3,9	4,4	4,5	9,7

Достаточно четко сформировались схожие с общемировыми *тенденции, подтверждающие качественное совершенствование отечественного рынка корпоративного контроля*:

- активное вовлечение предприятий малого и среднего бизнеса в процесс интеграции;
- усиление отраслевой диверсификации рынка слияний и поглощений;
- увеличение количества транснациональных сделок;
- рост прозрачности рынка слияний и поглощений;
- распространение сделок LBO;

\* 2001-2002 гг. – по данным PricewaterhouseCoopers, 2003-2007 гг. – по данным журнала «Слияния и поглощения»

- сокращение рынка рейдерских услуг.

Несмотря на рост цивилизованности отечественного рынка корпоративного контроля, некоторые *проблемы* до сих пор полностью не решены и сохраняют свою актуальность:

а) нечеткость законодательного регулирования;

б) недостаточность практического опыта проведения слияний и поглощений: низкий уровень профессионализма, непонимание принципов оценки, нежелание проводить всестороннюю экспертизу, неумение правильно структурировать сделку, нежелание пользоваться услугами квалифицированных консультантов.

Качественное и количественное развитие рынка слияний и поглощений будет способствовать структурной перестройке отечественной экономики, ее переходу от экспортно-сырьевого к инновационному типу экономического развития. Этот факт объясняет заинтересованность государства в активизации интеграционных процессов и решении проблем отечественного рынка корпоративного контроля.

Депутатами Государственной думы при участии специалистов Минэкономразвития и ФСФР разработан проект закона, посвященный вопросам реорганизации бизнеса и закрепляющий правовой механизм осуществления сделок. Революционным предложением, содержащимся в законопроекте, можно считать введение института экономического обоснования любой реорганизационной процедуры, предусматривающего подготовку документов объясняющих ее условия, механизм реализации и целесообразность. Вступление в силу закона ужесточит требования к разработке методической базы, объясняющей порядок проведения процедуры экономического обоснования планируемой реорганизации.

Активное участие в решении проблем, обусловленных недостаточностью практического опыта и отсутствием у инициаторов полного осмысления механизмов реализации интеграционных сделок, будут принимать инвестиционные банки. Особенно усилится роль отечественных консультантов, которые, понимая специфику российских экономических условий, смогут адаптировать и применить передовой зарубежный опыт для проведения эффективных слияний и поглощений.

Рост популярности интеграционных процессов, существование различных видов слияний и поглощений, их усложнение и удорожание, уменьшение количества недооцененных и очевидно выгодных объектов покупки, отсутствие достаточного

опыта проведения успешных стратегических сделок на отечественном рынке определило научный интерес к изучению вопроса обоснования их эффективности.

***Комплекс аналитических приемов обоснования эффективности слияний и поглощений в процессе стратегического управления бизнесом***

Все слияния и поглощения можно разделить на два вида: стратегические и финансовые. В рамках исследования основное внимание уделяется стратегическим сделкам, к которым отнесены горизонтальные, вертикальные, родовые слияния и поглощения. Индикатором успеха таких сделок является достижение синергетических эффектов, материализующихся в ходе реализации ожидаемых преимуществ от совместной деятельности интегрируемых бизнесов.

В процессе стратегического управления принимается предварительное решение о целесообразности развития бизнеса посредством слияния или поглощения. В его основе лежит система критериев обоснования эффективности слияний и поглощений, которые оцениваются при реализации комплекса аналитических приемов.

Процесс стратегического управления включает в себя несколько взаимосвязанных элементов, позволяющих осуществить переход от текущего состояния бизнеса к будущему (рисунок 1).

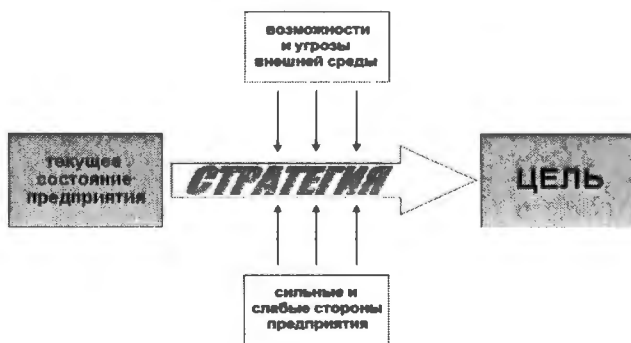


Рисунок 1. Взаимосвязь элементов стратегического управления бизнесом

Обладая информацией о сильных и слабых сторонах предприятия, возможностях и угрозах внешней среды, полученной в ходе стратегического анализа, руководители формируют систему качественных и количественных ориентиров развития бизнеса и осуществляют выбор стратегии.

Наметив долгосрочное направление развития бизнеса, необходимо принять важное управленческое решение – определить наиболее эффективный способ реализации стратегии.

Как отмечено в диссертации, слияния и поглощения могут использоваться для реализации всех видов стратегии: стратегии роста, целенаправленного сокращения, диверсификации, финансовой. Обосновывая решение об эффективности внешнего развития бизнеса, необходимо рассмотреть:

1. *Возможность реализации внутреннего потенциала интеграционной сделки в существующих и прогнозируемых условиях внешней и внутренней среды.* Для этого необходимо оценить готовность предприятия к слиянию или поглощению, а также наличие благоприятных внешних факторов и отсутствие непреодолимых препятствий для укрупнения бизнеса.

2. *Преимущества слияний и поглощений для достижения целевых ориентиров развития бизнеса в сравнении с альтернативными способами реализации стратегии.*

В рамках исследования был проведен сравнительный анализ слияний и поглощений и органического роста как наиболее близких альтернатив (таблица 2).

Таблица 2

Сравнительная характеристика внешнего развития и органического роста

Параметр	Проявления параметра в рамках	
	слияний и поглощений	органического роста
1	2	3
Риск	С одной стороны, слияния и поглощения снижают риск вхождения на новые географические или отраслевые рынки. С другой стороны, оценка их эффективности осуществляется на основе прогнозных показателей, характеризующихся неопределенностью и значительным риском финансовых потерь.	Реализация стратегии диверсификации путем органического роста характеризуется высоким риском. В то же время внутреннему развитию свойственна большая определенность, меньшая степень рисков финансовых потерь вследствие постепенного осуществления инвестиций.
Временные затраты	Слияния и поглощения позволяют максимально сблизить момент инвестирования с моментом получения отдачи на вложенные	При органическом росте так называемый «нулевой период» может оказаться достаточно продолжительным, что



Продолжение таблицы 2

1	2	3
	средства.	значительно отсрочит момент начала получения отдачи на вложенные средства.
Финансовые затраты	Нельзя однозначно отдать предпочтение одному из способов реализации стратегии, как более дешевому. С одной стороны, при органическом росте происходит распределение инвестиций во времени, осуществляются только необходимые расходы, в то время как слияния и поглощения предполагают оплату всех активов (необходимых и сопутствующих) и ожидаемых денежных потоков от их использования в самом начале проекта. С другой стороны, покупая готовое предприятие, инвестор получает такие нематериальные активы, как деловые связи, доверие потребителей, знания и практический опыт, приобретение которых при органическом росте потребует дополнительных временных и финансовых затрат.	
Доступ к уникальным активам	Среди активов, получаемых вместе с покупкой бизнеса, особой ценностью обладают уникальные активы, которые невозможно создать заново либо их воссоздание экономически нецелесообразно.	Предприятие распоряжается имеющимися у него активами, развитие происходит с опорой на собственные силы и внутренние ресурсы.
Объединение финансовых ресурсов	Интеграционные сделки сопровождаются объединением денежных потоков их участников, что приводит к возникновению эффекта взаимного страхования.	При органическом росте может произойти только увеличение денежных потоков, что не приводит к снижению их волатильности.
Интеграция	Качественное проведение интеграции, предполагающей преодоление различий в корпоративной культуре, структуре и протекании бизнес-процессов, оказывает существенное влияние на положительный исход инвестиционного проекта.	Предприятие изначально функционирует как единый хозяйствующий субъект, в рамках которого производятся постепенные преобразования. Поэтому в проведении интеграции нет необходимости.

3. *Соответствие потенциала интеграционных сделок качественным ориентирам развития бизнеса, формирующее мотивационную составляющую слияний и поглощений.*

Мотивы слияний и поглощений зависят от вида сделки. В основе горизонтальной интеграции лежит стремление к увеличению масштабов

деятельности. В рамках исследования выявлена и проанализирована мотивация таких сделок по интегрируемым стадиям бизнес-процесса.

Вертикальные слияния и поглощения, представляющие собой приобретение контроля над несколькими стадиями производства, позволяют улучшить организацию производственного процесса, повысить качество продукции и сократить издержки.

Конгломератные слияния и поглощения, направленные на диверсификацию бизнеса, рассматриваются как возможность снижения зависимости результатов деятельности предприятия от отраслевых циклов.

Соответствие планируемых слияний и поглощений перечисленным выше ориентирам и критериям обоснования их эффективности позволяет принять предварительное решение о целесообразности реализации инвестиционного проекта.

***Методический инструментарий анализа эффективности инвестиционных проектов в сделках слияний и поглощений***

Анализ теоретических взглядов, исследование мировой и российской практики проведения интеграционных сделок, изучение профессионального мнения консультантов о процедуре их сопровождения позволили разработать универсальную *«Поэтапную методику обоснования эффективности инвестиционного проекта в сделках слияний и поглощений»*. Она ориентирована на стратегические сделки и детально описывает аналитические процедуры, необходимые для получения надежного представления об ожидаемых последствиях от интеграции.

Поэтапная методика выстроена исходя из принципа сопоставимости доходов от владения информацией и расходов на ее получение и опирается на классический аналитический инструментарий инвестиционного анализа, рекомендации по практическому применению которого даны с учетом особенностей российской экономической среды.

Разработанную поэтапную методику можно рекомендовать к использованию при подготовке экономического обоснования слияний и поглощений, необходимость которого предусмотрена проектом закона «О реорганизации коммерческих организаций».

***Поэтапная методика обоснования эффективности инвестиционного проекта в сделках слияний и поглощений***

*1 этап.* Поиск и предварительная оценка справедливой стоимости целевой компании.

- 1.1 Формирование и анализ информационной базы.
- 1.2 Анализ сильных и слабых сторон потенциальных объектов покупки.
- 1.3 Анализ стоимости компании:
  - затратный подход;
  - сравнительный подход (метод компании-аналога, метод сделок, метод отраслевых коэффициентов).

*II этап. Комплексный анализ деятельности целевой компании (Due Diligence).*

- 2.1 Финансовый анализ.
- 2.2. Анализ налоговых аспектов.
- 2.3 Анализ юридических аспектов.
- 2.4 Анализ кадровых аспектов.
- 2.5 Анализ технических аспектов.
- 2.6 Анализ маркетинговых аспектов.
- 2.7 Анализ операционных аспектов.
- 2.8 Анализ экологических аспектов.

*III этап. Структурирование сделок слияний и поглощений.*

- 3.1 Разработка юридического механизма проведения сделки.
- 3.2 Определение организационно-правовой формы объединенного предприятия.
- 3.3 Определение объекта покупки.
- 3.4 Анализ форм оплаты и источников финансирования инвестиционного проекта.

*IV этап. Анализ эффективности и принятие инвестиционного решения.*

- 4.1 Прогнозирование денежных потоков участников сделки как независимых бизнесов.
- 4.2 Прогнозирование денежных потоков объединенной компании с учетом влияния преимуществ от совместной деятельности.
- 4.3 Определение цены и порядка оплаты сделки.

В качестве ключевого показателя, влияющего на принятие инвестиционного решения, в рамках поэтапной методики обоснования эффективности слияний и поглощений определен *синергетический эффект*, возникновение которого обусловлено преимуществами от совместной деятельности участников сделки.

некоторые из которых являются уникальными, доступными конкретному стратегическому инвестору.

В работе предложена «Методика анализа синергетического эффекта».

*I этап.* Подготовка информационной базы.

*II этап.* Ретроспективный анализ целевых компаний на основе факторов стоимости.

*III этап.* Определение справедливой стоимости участников сделки как независимых бизнесов.

3.1 Составление прогнозного бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках.

3.2 Определение величины свободных денежных потоков в рамках прогнозного периода.

3.3 Определение продленной стоимости по формуле, основанной на факторах стоимости.

3.4 Определение справедливой стоимости участников сделки как независимых бизнесов.

*IV этап.* Определение совокупной стоимости объединенного предприятия.

4.1 Определение организационной структуры объединенного предприятия.

4.2 Выявление преимуществ от совместной деятельности и расходов, связанных с их реализацией.

4.3 Закрепление ответственности за реализацию преимуществ за конкретными структурными подразделениями.

4.4 Анализ влияния преимуществ и сопутствующих расходов на величину денежных потоков объединенного предприятия, включая стоимостное измерение, анализ вероятности материализации, время материализации.

4.5 Составление прогнозного бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках, учитывающих влияние выявленных преимуществ. Определение величины денежных потоков объединенной компании и прогнозом периоде.

4.6 Определение продленной стоимости объединенной компании.

4.7 Определение совокупной стоимости объединенной компании.

*I этап.* Определение величины синергетического эффекта, согласование порядка его распределения между инвестором и собственником объекта покупки.

*II этап.* Принятие решения об эффективности сделки для стратегического инвестора и завершение проекта.

Сделки стратегических слияний и поглощений, на анализ ожидаемых последствий которых ориентирована методика, обладают потенциальной возможностью достижения трех видов синергии: операционной, инвестиционной и финансовой. Методика сосредоточена, прежде всего, на операционной и инвестиционной синергии и включает в себя качественную и количественную составляющую.

*Качественная составляющая* заключается в выявлении преимуществ от совместной деятельности участников сделки в составе объединенной организации, описании и закреплении за конкретными центрами ответственности возникающих в ходе их реализации синергий и сопутствующих расходов.

В таблице 3 представлен фрагмент таблицы, составленной в рамках диссертации. Она описывает дополнительные преимущества, порядок их материализации в *операционную и инвестиционную синергию* и сопровождающие этот процесс расходы. Анализ таких данных позволит инициаторам не только выявить возможности для наращивания стоимости бизнеса, но и закрепить ответственность по их материализации за конкретными структурными подразделениями.

Источниками операционной синергии являются рост доходов и сокращение расходов.

Инвестиционная синергия связана с изменениями во внеоборотных активах и может выражаться в сокращении объемов инвестиций в основные средства, разработку новых технологий и видов продукции, распродаже дублирующих или неиспользуемых активов. Кроме того, возникновение инвестиционной синергии может быть обусловлено влиянием временного фактора, способствующего более благоприятному распределению во времени денежных потоков при реализации слияния или поглощения в сравнении с органическим ростом бизнеса.

Таблица 3

Распределение возникающих в ходе стратегических слияний и поглощений синергий и сопровождающих их расходов по центрам ответственности

№ п.п.	Преимущества от совместной деятельности	Возникающие синергии		Расходы на реализацию преимуществ	Центр ответственности
		операционная	инвестиционная		
1	Возможность совместного использования участниками сделки производственного оборудования друг друга	рост доходов в результате более эффективного использования производственных мощностей	сокращение капитальных вложений	расходы на организацию производственного процесса	x
			увеличение текущей стоимости прогнозируемых доходов за счет отсутствия стадии "нулевого цикла"	увеличение текущей стоимости инвестиций за счет отсутствия отсрочки платежа имеющей место при органическом росте	x
2	Ввод в эксплуатацию простаивавших производственных мощностей	рост доходов в результате увеличения объемов производства и реализации продукции		расходы на загрузку и обслуживание вводимых в производство мощностей	x
			увеличение текущей стоимости прогнозируемых доходов за счет отсутствия стадии "нулевого цикла"	увеличение текущей стоимости инвестиций за счет отсутствия отсрочки платежа имеющей место при органическом росте	x
3	Выпуск продукции под едиными более узнаваемым и дорогим брендом	рост доходов в результате увеличения объемов реализации и стоимости единицы продукции	получение доходов от продажи неиспользуемых брендов	расходы на ребрендинг	x
		сокращение коммерческих расходов за счет объединения рекламных бюджетов			x
4	Использование наиболее эффективной технологии, приводящей к ресурсосбережению, росту производительности, повышению качества готовой продукции	рост доходов в результате увеличения объемов производства и реализации продукции	сокращение расходов на проведение научных исследований и разработок	обучение персонала, переналадка производственных линий, покупка дополнительного оборудования	x
		сокращение затрат на производство единицы продукции			x
5	Доступ на новые географические и отраслевые рынки сбыта	рост доходов в результате увеличения объемов реализации продукции		увеличение коммерческих расходов расходов на транспортировку, расширение торговых площадей	x
		сокращение коммерческих расходов (реклама и маркетинговые исследования)			x
6	Благоприятное географическое расположение центров производства относительно рынков сбыта или центров переработки относительно ресурсных баз	сокращение расходов на транспортировку готовой продукции, сырья, материалов			x
		сокращение потерь от порчи готовой продукции, сырья, материалов при транспортировке			x

*Количественная составляющая* заключается в стоимостном измерении влияния возникающих преимуществ на денежные потоки участников сделки, функционирующих как единое целое.

Центральным показателем методики анализа синергетического эффекта является *свободный денежный поток*, особенности которого в наибольшей степени удовлетворяют потребностям составления прогнозных расчетов в рамках анализа эффективности слияний и поглощений.

Наиболее адекватной ставкой дисконтирования по отношению к свободному денежному потоку является *средневзвешенная стоимость капитала*, которая отражает альтернативные издержки всех источников капитала, собственных и заемных, взвешенных по их относительным вкладам в совокупный капитал компании.

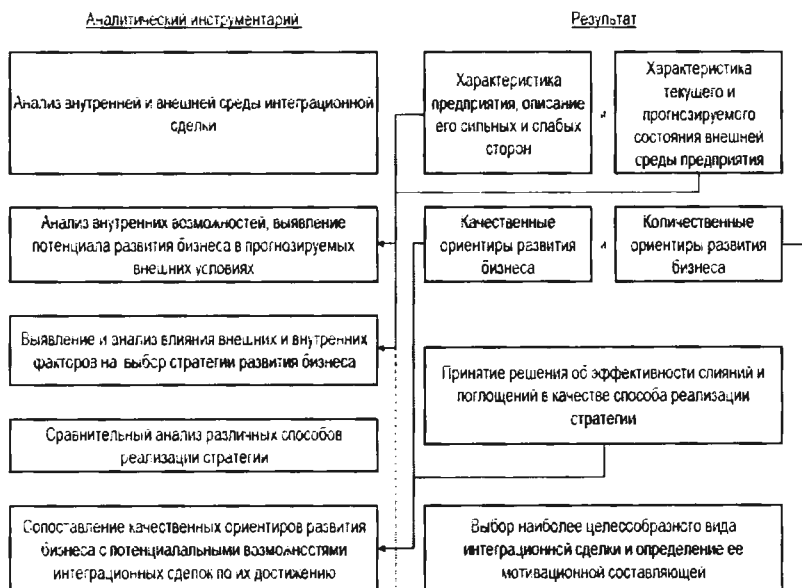
Расчет будущих денежных потоков участников сделки и объединенного предприятия осуществляется на основе данных *прогнозного бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках*, составление которых формирует достаточно полную картину о перспективном финансовом состоянии анализируемых хозяйствующих субъектов, повышая тем самым обоснованность и надежность принимаемого инвестиционного решения. При составлении прогнозного бухгалтерского баланса принимается допущение о рациональной структуре капитала, статья «Денежные средства» признается балансирующей.

При составлении прогнозных отчетов для объединенной компании следует учитывать влияние преимуществ от сделки, которые необходимо тщательно проанализировать с точки зрения предполагаемой *величины, вероятности и времени достижения синергетических эффектов*.

Разница между денежными потоками объединенной компании и денежными потоками участников сделки, приведенными к текущему моменту времени, представляет собой ожидаемый синергетический эффект, подлежащий распределению между покупателем и собственником объекта покупки. Согласованный порядок его распределения, удовлетворяющий обе стороны сделки, а также соответствие его величины количественным ориентирам развития бизнеса позволяет принять решение об эффективности и целесообразности реализации инвестиционного проекта.

Предложенные в диссертации методики составляют основу процедуры обоснования эффективности интеграционных сделок (рисунок 2).

## 1. Предварительное обоснование эффективности слияний и поглощений в процессе стратегического управления



## 2. Окончательное обоснование эффективности слияний и поглощений на этапе планирования сделки

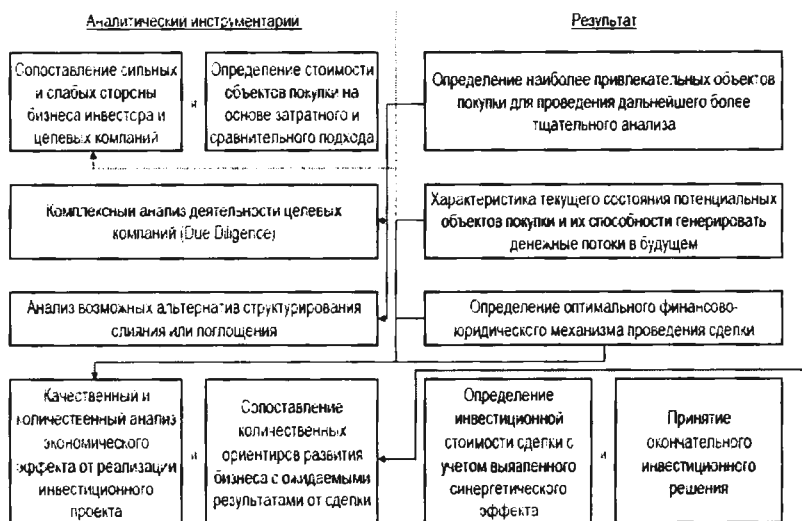


Рисунок 2. Процедура обоснования эффективности слияний и поглощений



Использование ряда аналитических приемов в процессе стратегического управления бизнесом формирует предварительное обоснование целесообразности слияний и поглощений и служит базой для качественной и надежной оценки ожидаемых последствий от реализации проекта, осуществляемой на этапе его планирования. Мотивация, устанавливающая соответствие потенциала интеграционных сделок качественным ориентирам развития бизнеса, и результаты анализа преимуществ от совместной деятельности, материализующихся в синергетический эффект, представляют собой систему экономических доводов, позволяющих принять взвешенное инвестиционное решение.

Практическая значимость предложенных методик подтверждена их применением к сделке по горизонтальному поглощению в алкогольной отрасли. Необходимость привлечения большого объема информации, в том числе закрытой для внешних пользователей, обширный аналитический инструментарий, предполагающий проведение масштабных прогнозных расчетов обусловили фрагментарный характер проведенного анализа.

В ходе реализации элементов процедуры обоснования эффективности слияний и поглощений был проведен анализ внутренней и внешней среды интеграционной сделки. Характеристика текущего состояния и ожидаемых изменений в алкогольной отрасли России, информация о функциональных возможностях участников сделки и стратегические ориентиры развития бизнеса определили мотивационную составляющую инвестиционного проекта.

Мотивом поглощения стала возможность завоевания лидирующих позиций в субпремиальном сегменте алкогольной отрасли благодаря географической диверсификации рынков сбыта, а также эффективному объединению потенциала динамично развивающегося федерального бренда и простаивавших производственных мощностей.

Перспектива выхода на новые географические рынки, увеличения объемов производства и изменения его структуры в сторону более дорогостоящей и высокомаржинальной продукции нашла отражение в прогнозных расчетах ключевых финансовых показателей – выручки и себестоимости – для объединенной компании. Сопоставление этих данных с аналогичными сводными данными для участников сделки как независимых бизнесов выявило наличие прироста валовой прибыли в

целевом сегменте. Текущая стоимость ожидаемого прироста валовой прибыли, определенная по ставке дисконтирования 12%, составила 94 млн.долл., что представляет собой часть общего синергетического эффекта и сопоставимо со стоимостью инвестиционного проекта – 80 млн.долл.

**Основные положения диссертационного исследования изложены в следующих публикациях:**

1. Шаленкова О.К. Рынок слияний и поглощений: предпосылки его формирования и развития в России. // Деньги и кредит. – М., 2006. – №8. – 0,49 п.л.\*
2. Шаленкова О.К. Анализ причин активизации интеграционных процессов в современной российской экономике. // Экономика и управление качеством: учет, анализ, методы, модели, инструменты и аудит. Сборник научных трудов. – Тамбов: Изд-во ТГТУ. 2007. – Выпуск 3. – 0,46 п.л.
3. Шаленкова О.К. Методика количественной оценки синергетического эффекта как ключевого фактора в принятии решения о проведении сделок M&A. // Слияния и поглощения. – М., 2008. – №1-2 (59-60). – 0,5 п.л.
4. Шаленкова О.К. Выявление источников и оценка синергетического эффекта для принятия инвестиционного решения в сделках слияний и поглощений. // Экономика и управление качеством: учет, анализ, методы, модели, инструменты и аудит. Сборник научных трудов. – Тамбов: Изд-во ТГТУ, 2008. – Выпуск 4. – 0,99 п.л.
5. Шаленкова О.К. Выявление источников и оценка синергетического эффекта для принятия инвестиционного решения в сделках слияний и поглощений. // Вестник Университета. Развитие отраслевого и регионального управления. – М., Издательский дом ГУУ, 2008. - №4 (14). – 0,69 п.л.\*

---

\* издание, определенное ВАК для публикации результатов научных исследований



10<sup>2</sup>

---

Подписано в печать 25.07.2008 г.  
Формат 60х90/16. Объем 1,0 п.л. Тираж 110 экз. Заказ № 1917  
Отпечатано в типографии «АллА Принт»  
101000, г. Москва, Лубянский проезд, д. 21, стр. 5  
Тел. (495) 621-86-07, факс (495) 621-70-09  
[www.allaprint.ru](http://www.allaprint.ru)

---